

Het Nederlandse bedrijfsleven: resultaten en verwachtingen

Vooral dank zij de combinatie van een gunstige economische ontwikkeling en een gematigde stijging van de loonkosten in 1989 en 1990 nemen de bedrijfsresultaten verder toe. Een herhaling van de formidabele winstspromg in 1988 lijkt echter niet haalbaar. Op middellange termijn zal de economie in een wat rustiger vaarwater terechtkomen. De groei van de nettowinst zal enigszins achterblijven bij de economische groei. Mocht het economische tij echter tegenzitten, dan kan de rentabiliteit vrij snel teruglopen.

DRS. C.J.J. HUYS – DRS. E. DE VRIES*

In dit artikel gaan wij in op de gerealiseerde en de verwachte resultaten van het Nederlandse bedrijfsleven. Als voornaamste bron is gebruik gemaakt van de *Statistiek financiën van ondernemingen* (SFO) van het CBS. De SFO betreft een jaarlijks onderzoek naar de bedrijfsresultaten en balansverhoudingen van ongeveer drieduizend ondernemingen (uitgezonderd financiële instellingen) met een balanstotaal van minimaal f 10 mln. Opgemerkt moet worden dat de onderhavige analyse een globaal karakter draagt en zich niet richt op specifieke ondernemingen of bedrijfstakken. Het door de SFO geschetste beeld van de bedrijfsresultaten in 1988 is samengevat in tabel 1.

Toegenomen financiële soliditeit in 1988

Gedragen door de sterke (inter)nationale conjunctuur kon de gunstige ontwikkeling van de bedrijfsresultaten, die reeds in 1983 in gang is gezet, zich in 1988 in versterkte mate voortzetten. Dank zij de gunstige resultaten konden de ver-

mogensverhoudingen zich verder verbeteren. In de jaren daarvoor zette de versterking van het eigen vermogen de rentabiliteit nog enigszins onder druk. In 1988 was de winstgroei echter dusdanig onstuimig, dat zowel de solvabiliteit als de rentabiliteit konden oplopen. Figuur 1 toont de ontwikkeling van de rentabiliteit en de solvabiliteit in de nijverheid sinds 1978.

De omzet van bedrijven nam in 1988 toe met 6%, waarmee de dalende trend in de twee voorafgaande jaren werd omgebogen. De internationaal geïntendeerde ondernemingen waren in staat hun aandeel op de buitenlandse markten te vergroten. De omzetverbetering op de binnenlandse markt werd deels gedragen door prijsstijgingen. De omzetkosten (kosten van grondstoffen, halffabrikaten en andere onderlinge leveringen) stegen minder hard dan de omzet, vooral dank zij een geringe daling van de invoerprijzen. De toegevoegde waarde (omzet minus omzetkosten) kon derhalve met 9% toenemen.

Gelet op de relatief forse stijging van de toegevoegde waarde was de toeneming van de loonkosten in 1988 met 6% gematigd. Dit werd enerzijds veroorzaakt door de geringe loonstijging en anderzijds door de toegenomen arbeidsproductiviteit. Door de sterke groei van de toegevoegde waarde, gecombineerd met een gematigde loonontwikkeling, kon het bruto bedrijfsresultaat in 1988 met 26,5% toenemen.

In 1987 werden in de transportsector nog zeer omvangrijke, maar eenmalige, verliezen geleden die geboekt werden onder de post overige resultaten. In 1988 volgde een herstel tot normale verhoudingen, waardoor het resultaat uit deelnemingen en overige resultaten met ruim 90% toenam. Het saldo van rentelasten en rentebaten bleef gelijk. Door de sterke toeneming van de brutowinst stegen de belastingafdrachten met 50%, hoewel de belastingdruk vrijwel gelijk bleef.

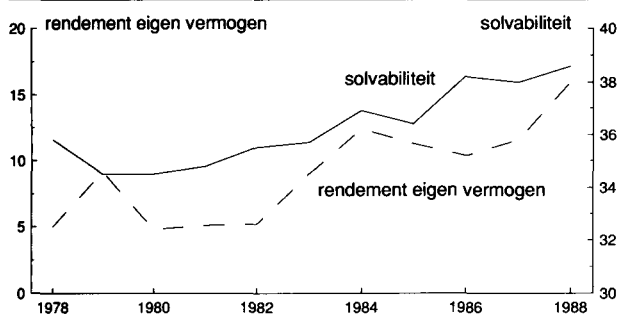
Per saldo kon de nettowinst met maar liefst 42,5% toenemen. Het nettorendement op het eigen vermogen nam hierdoor in 1988 aanmerkelijk toe ten opzichte van het voorgaande jaar en bereikte een historisch gezien hoog niveau van ruim 15%. De risicopremie (het verschil tussen

Tabel 1. Resultatenrekening volgens SFO (bedragen in miljarden gulden)

	%-mut.tov.1987	1988
Omzet	+ 6	533,4
Kosten van de omzet(-)	+ 5	404,4
Toegevoegde waarde	+ 9	129,0
Onttrekking WIR-egalisereserve	+20	2,4
Afschrijvingen (-)	+10	21,1
Loonkosten (-)	+ 6	82,1
Bruto bedrijfsresultaat	+26	28,2
Resultaat deelnemingen en overige resultaten	+92	9,6
Saldo rentelasten en rentebaten (-)	0	4,8
Belastingen (-)	+54	7,7
Aandeel derden (-)	+33	0,4
Nettowinst	+43	24,9

* De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau van de AMRO-bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Figuur 1. Financiële positie nijverheid



Bron: Amro Bank, Economisch Bureau.

een belegging in staatsobligaties en een investering in het bedrijfsleven) bedroeg in 1988 ruim 9 procentpunten.

De pay-out-ratio klom van 48% naar 52%. Het overige gedeelte van de winst werd toegevoegd aan de reserves. De solvabiliteit liep hierdoor licht op tot bijna 38%. Geconstateerd kan worden dat de al jaren optredende structurele verbetering van de vermogensverhoudingen in het Nederlandse bedrijfsleven ook in 1988 onverminderd voortgang heeft kunnen vinden.

Het rendementsherstel in de afgelopen jaren hangt nauw samen met de gematigde loonontwikkeling. In de nijverheid heeft dit geleid tot een afnemende van het beslag van de loonkosten op de toegevoegde waarde (de loonquote) van 74,2% in 1978 tot 61,2% in 1988. Het aandeel van het bruto bedrijfsresultaat in de toegevoegde waarde kon hierdoor bijna verdubbelen, ondanks een relatief sterke toename van de afschrijvingen.

De bedrijfsresultaten in de jaren 1989 en 1990

De Nederlandse economie bevindt zich thans op een conjuncturele hoogvlakte, waarbij zowel de groei van de productie als de werkgelegenheid aanzienlijk is. Naar verwachting zal in 1990 de economische groei, gemeten in volume, licht vertragen. Door een hogere prijsstijging kan de nominale economische groei in 1990 echter even hoog uitvallen als in 1989. Hiervan zal een meer dan evenredig deel in de marktsector worden gerealiseerd, aangezien de groeibijdrage van de collectieve sector achterblijft. De toename van de toegevoegde waarde in bedrijven zal over beide jaren gemiddeld 7% bedragen.

De loonkostenstijging is in 1989 licht afgenomen ten opzichte van 1988, ondanks een sterkere toename van de brutolonen. Dit is veroorzaakt door de overneming van de kinderbijslagpremies (AKW-premies) door het Rijk, ter compensatie van de WIR-afschaffing. In 1990 nemen de loonkosten sneller toe, met name door een krachtigere CAO-loonstijging. De loonquote zal hierdoor in 1990 nog maar weinig kunnen dalen. De afschrijvingen zullen het hoge stijgingstempo van de laatste jaren voortzetten. Vooral dank zij de sterke toename van de toegevoegde waarde kunnen de bruto bedrijfsresultaten onder deze omstandigheden toch nog aanzienlijk groeien. Over 1989 en 1990 wordt een gemiddelde toename van ruim 10% verwacht, waarbij de groei in 1990 wat minder expansief is.

De stijging van de nettowinst zal met name in 1989 hoger uitvallen dan die van het bruto bedrijfsresultaat. Allereerst is de belastingdruk in 1989 beduidend verminderd door de verlaging van het vpb-tarief. Verder levert de in 1989 opgetreden algemene rentestijging een positieve bijdrage aan de nettowinst. Dit vindt zijn oorzaak in de relatief korte

looptijd van de rentegenererende activa: rentestijgingen werken hierdoor sneller door in de rentebaten dan in de rentelasten. Bovendien was de stijging van de korte rente veel geprononceerder dan de stijging van de lange rente. Al met al kan de nettowinst in een hoog tempo doorgroeien, zij het minder uitbundig dan in 1988. Naar verwachting zwakt de nettowinstgroei af van 20% in 1989 tot minder dan 10% in 1990. Hierbij moet wel worden bedacht dat een groot deel van de winstexplosie in 1988 is veroorzaakt door de toeneming van de post overige resultaten. Het is moeilijk in te schatten in hoeverre de verbetering hiervan een structureel karakter draagt; de prognose van deze grillige post wordt met meer dan gemiddelde onzekerheid omgeven, hoewel gegevens over de eerste helft van 1989 wijzen op een consolidatie van de verbetering van de overige resultaten. Hiervan uitgaande kan het rendement op het eigen vermogen in beide jaren boven de 16% uitkomen, waarbij de solvabiliteit een voortgaande verbetering laat zien. Ondanks de opgelopen kapitaalmarktrente blijft de risicopremie hierdoor op het hoge niveau van 1988.

De bedrijfsresultaten in de periode 1991-1994

De prognoses voor de middellange termijn zijn met meer onzekerheden omgeven dan de prognoses voor 1989 en 1990. Daarom gaan wij in de volgende paragraaf uitvoerig in op de risico's. Wij verwachten een licht afvallende economische groei van gemiddeld 2,5% in de periode 1991-1994, die gepaard gaat met oplopende loon- en prijsstijgingen. De economische groei in *nominale* termen zal hierdoor hetzelfde tempo aannemen als in de voorgaande jaren en ongeveer 5,5% bedragen. De toeneming van de toegevoegde waarde in bedrijven zal enigszins hoger uitvallen, aangezien de economische groei voor een relatief groot deel in de marktsector zal worden gerealiseerd.

Voor de jaren 1991-1994 is uitgegaan van een beduidend sterkere stijging van de brutolonen dan eind jaren tachtig. Hoewel de werkgelegenheidsgroei hierdoor mogelijk afzwakt, zal de toeneming van de totale loonkosten per saldo versnellen. De explosieve stijging van het investeringstempo in de tweede helft van de jaren tachtig zal in de betreffende periode teruglopen. Het stijgingstempo van de afschrijvingen loopt hierdoor eveneens terug. De onttrekkingen aan de WIR-egaliseringsreserve zullen steeds sneller in betekenis afnemen en in 1996 geheel aflopen.

In deze door ons geschetste economische omgeving zullen de bruto bedrijfsresultaten zich niet meer zo explosief kunnen ontwikkelen als in de periode daarvoor. De gemiddelde toename zal ongeveer 5% bedragen en komt daarmee vrijwel overeen met de nominale economische groei.

De nettowinst zal licht achterblijven bij dit stijgingstempo. Uitgaande van een lagere geldmarktrente zullen vooral de terugvallende rentebaten de nettowinst onder druk zetten. Op langere termijn zal vooral de oplopende lastendruk voor bedrijven de nettowinstgroei doen achterblijven bij de bruto bedrijfsresultaten. Met name heffingen in het kader van het aangescherpte milieubeleid en specifieke fiscale maatregelen oefenen een opwaartse druk uit op de feitelijke lastendruk; een verhoging van het vpb-tarief ligt niet in de lijn der verwachtingen.

Onze berekeningen indiceren dat het rendement op het eigen vermogen in de jaren negentig geleidelijk aan licht zal teruglopen. Dit wordt veroorzaakt door de vertraginge winstgroei, maar ook het inmiddels bereikte hoge winstniveau speelt een rol. In de ramingen wordt rekening gehouden met een verdere daling van het winstinhoudingspercentage, waarmee de trend van de laatste jaren wordt

voortgezet. Desondanks leiden de winsthoudingen in de komende jaren tot een dermate sterke groei van het eigen vermogen dat het rendement geleidelijk daalt. De forse groei van het eigen vermogen zet enerzijds de rentabiliteit onder druk, maar zorgt anderzijds voor een verdere verbetering van de solvabiliteit. De financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven blijft de komende jaren over het geheel genomen uitermate solide. Wel zal de risicopremie, uitgaande van een kapitaalmarktrente van 7 à 8%, in de periode 1991-1994 geleidelijk teruglopen tot circa 6%.

Alternatieve scenario's

Bedacht moet worden dat een aantal onzekere factoren het hierboven geschetste beeld kan verstoren, zowel in positieve als in negatieve zin. Met name de gevolgen van hogere rentestanden, extra loonkostenstijgingen en een tegenvallende economische groei kunnen een relatief grote invloed uitoefenen op de winstgroei. De beschreven risicofactoren vertonen overigens een duidelijke samenhang. Zo kan een hogere loonstijging, vanwege de resulterende inflatie-impuls, een rentestijging uitlokken. Aansluitend op de bespreking van de afzonderlijke risicofactoren worden twee alternatieve scenario's gepresenteerd. Het 'best-case-scenario' beschrijft de gevolgen van een samenhangend geheel van risicofactoren dat de winst in positieve zin beïnvloedt. In het 'worst-case-scenario' is sprake van het tegenovergestelde. Volledigheidshalve moet worden opgemerkt dat wij aan beide scenario's minder waarschijnlijkheid toekennen dan aan het basisscenario.

Risicofactoren

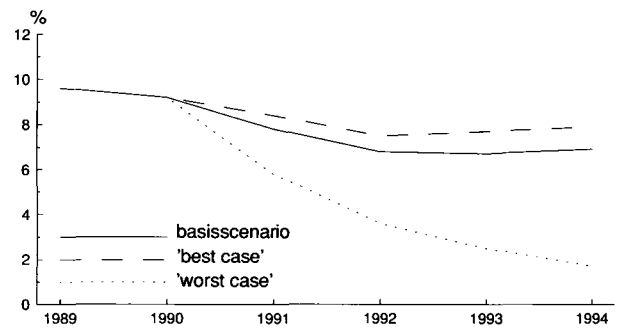
Voor de bedrijfsresultaten zijn de gevolgen van *rentestijgingen* relatief beperkt:

- het aandeel van renteplichtig vreemd vermogen in de financiering is de laatste jaren teruggedrongen;
- de sterk toegenomen liquiditeit van bedrijven is deels neergeslagen in rentedragende activa. Rentestijging leidt derhalve in toenemende mate tot extra baten, naast de extra lasten. De verhouding rentebaten/rentelasten is tussen 1978 en 1989 opgelopen van 35% tot 60%;
- doordat de gemiddelde looptijd van rentedragende activa veel korter is dan van rentedragend vreemd vermogen, heeft een rentestijging op korte termijn een positief effect op de winst. Op langere termijn, als de rentestijging ook volledig in de rentelasten doorwerkt, resulteert echter een negatief effect.

Een renteniveau dat in de periode 1991-1994 1 procentpunt hoger ligt dan in het basisscenario leidt uiteindelijk tot een daling van de rentabiliteit met 0,3 procentpunt. De combinatie van een hogere rente en een lagere rentabiliteit leidt tot een risicopremie die uiteindelijk 1,3 procentpunt lager ligt.

Het is zeker niet ondenkbaar dat de *loonkostenstijgingen* hoger zullen uitvallen dan in het basisscenario is verondersteld. Uiteraard heeft dit negatieve gevolgen voor de bedrijfsresultaten. Door de toenemende (internationale) prijsconcurrentie kunnen hogere loonkosten in steeds mindere mate in de verkoopprijzen worden doorberekend. Wel leiden hogere loonkosten tot een tragere werkgelegenheidsgroei waardoor de loonkostenstijging iets wordt ingeperkt. Besparing op arbeidskosten kan echter alleen worden gerealiseerd door extra investeringen, die op hun beurt de afschrijvingen doen toenemen. Een loonkostenstijging die jaarlijks 1 procentpunt hoger is dan in het basisscenario resulteert per saldo in een rentabiliteit die na vier jaar 1 procentpunt lager uitvalt.

Figuur 2. Risicopremie volgens drie varianten



Bron: Amro Bank, Economisch Bureau.

Een *tegenvallend economisch groeitempo* heeft gevoelige repercussies voor de winstontwikkeling, hoewel de negatieve gevolgen enigszins kunnen worden getemperd. Zo leidt een lagere economische groei tot een tragere werkgelegenheidsgroei waardoor de loonkosten worden beperkt. Tevens leidt een verslechterd afzetperspectief tot een lager investeringsstempo en daarmee tot lagere afschrijvingen. Desalniettemin resulteert een economische groei die jaarlijks 1 procentpunt lager uitvalt dan in het basisscenario uiteindelijk in een bijna 2 procentpunt lagere rentabiliteit.

'Best case'-scenario

Het is niet ondenkbaar dat de economische groei in Nederland en de rest van Europa de komende jaren onstuimiger zal zijn dan thans wordt voorzien, bij voorbeeld door extra groei-impulsen ten gevolge van de Europese integratie of nieuwe afzetmogelijkheden in Oost-Europa. De bedrijfsresultaten kunnen hier van profiteren. Een sterkere economische groei kan echter tevens leiden tot inflatoire impulsen. De monetaire autoriteiten kunnen zich hierdoor geroepen voelen de monetaire teugels aan te trekken, met als gevolg oplopende rentes. De meest cruciale veronderstelling in het 'best case'-scenario is echter dat de extra economische groei niet gepaard zal gaan met hogere looneisen dan in het basisscenario is verondersteld. In dat geval kan de rentabiliteit van bedrijven, bij een economische groei die jaarlijks 1 procentpunt hoger ligt dan in het basisscenario, zich vrijwel handhaven op het hoge niveau van 1989. De 1 procentpunt hogere rente leidt echter tot een wat lagere risicopremie, die desalniettemin hoger is dan in het basisscenario.

'Worst case'-scenario

De grootste bedreiging voor de bedrijfsresultaten lijkt op dit moment te schuilen in een excessieve loonkostenontwikkeling. De inflatoire impulsen die hieruit voortvloeien kunnen bovendien voor de monetaire autoriteiten aanleiding zijn het monetaire beleid te verkrappen, waardoor de rentetarieven oplopen. In dit scenario zal de economische groei in de periode 1991-1994 lager uitvallen dan momenteel wordt verwacht. In het 'worst case'-scenario worden de gevolgen beschreven van een 2 procentpunten sterkere stijging van de loonkosten, bij een economische groei die 0,5 procentpunt lager uitkomt. De rentabiliteit kan in dat geval teruglopen tot iets meer dan 10%. Bij een kapitaalmarktrente die circa 2 procentpunten hoger ligt dan in het basisscenario daalt de risicopremie in het 'worst case'-scenario tot circa 2% in 1994.

C.J.J. Huys
E. de Vries